

*Institutionelle Immobilienanlagen*

## **STABILISATOR FÜRS**

## **PORTFOLIO**

*Immobilien sind en vogue: Landauf und  
landab suchen Investoren Core-Objekte zu  
attraktiven Preisen. Die Anforderungen an  
ihre Manager haben sich dabei verschärft.*



SEPTEMBER 2013 PORTFOLIO PLATTFORM



*Fabian Klingler*

*Mitglied des Vorstandes,*

*Aberdeen Asset Management Deutschland*

*Moderation:*

*Kerstin Bendix*

*portfolio Verlagsgesellschaft*



*Jochen Reith*  
*Leiter institutionelle Kunden,*  
*Patrizia Immobilien*

*Dr. Stephan Kloess*  
*Geschäftsführer,*  
*Kloess Real Estate*



**Seit dem 22. Juli ist das KAGB in Kraft. Der BVI hat hochgerechnet, dass seine Mitglieder den Aufsichtsbehörden in den kommenden Monaten über eine Million Seiten Papier übermitteln müssen. Wie sind Ihre Erfahrungen?**

**Jochen Reith:** Ich weiß nicht, ob die Zahl übertrieben ist. Das ist schwer zu sagen. Wenn man bei uns ins Unternehmen schaut, sieht man, dass der Aufwand immens ist. Natürlich kann man sich die Frage stellen: Was war der Hintergedanke des KAGB? Ich glaube, wenn man in Richtung Privatkunden denkt, war das ein guter Ansatz. Die institutionellen Kunden haben sich vorher aber auch nicht unsicher gefühlt, die waren mit dem Investmentgesetz und allem, was das dazugehörte, im Kern ganz zufrieden.

Die KVGen, wie sie zukünftig heißen, tangiert das mehr als den Kunden. Der Kunde erwartet, dass es funktioniert. Der hätte kein Verständnis, wenn wir die Umstellung nicht hinbekommen. Wir sind auch voll im Prozess, in Kürze werden wir den Erlaubnis Antrag einreichen. Aber das war tatsächlich eine relativ große Papier- und Stundenschlacht. Und bis vor kurzem konnte ihnen auch eine Bafin nicht jede Frage immer sofort beantworten. Wenn man dann europäisch denkt, wird es natürlich nicht leichter. Wir reden hier schließlich nicht nur von Deutschland. Es ist ein europäisches Thema. Wir haben zum Beispiel die Herausforderung, das über mehrere europäische Länder auszurollen. Aber auch hier sind wir gut unterwegs.

**Fabian Klingler:** Im Großen und Ganzen kann ich dem zustimmen. Ich möchte aber noch mal betonen, dass wir ohnehin aus einer sehr regulierten Welt kommen. Insofern bestanden vielleicht am Anfang Bedenken, dass sich alles verändert. Aber für die Kapitalanlagegesellschaften ändert sich eigentlich nicht wirklich viel. Es sind Nuancen. Es ist vor allem formal sehr viel zu tun. Aber sagen wir es mal so: Insbesondere für die institutionellen Kunden und Spezialfonds ändert sich nicht wirklich viel. Problematisch ist vielleicht die Übergangszeit.

**Es ändert sich also nicht viel. Hätte es das Gesetz dann überhaupt gebraucht?**

**Klingler:** Man muss natürlich sehen, dass die AIFMD keine nationale Richtlinie ist, sondern eine europäische. Das finde ich gut.

**Reith:** Wir tun ja so, als wäre vorher alles unbürokratisch gewesen. So ist es aber nicht, es ist jetzt einfach neu. Ich denke, wenn wir zwei Jahre weiter denken, dann hat sich das überall eingespielt. Dann funktionieren die Abstimmungen mit der Bafin wahrscheinlich relativ schnell und die Fonds sind genauso zügig aufgelegt wie in der Vergangenheit. Nur in der Übergangsphase ist es natürlich ein bisschen knifflig.

**Dr. Stephan Kloess:** Sie haben völlig Recht. Die institutionelle Welt war vorher schon reguliert, sie wird jetzt weiter reguliert, was neben sachlichen Gründen leider auch dem Zeitgeist entspricht. Grundsätzlich ist die Idee richtig, Vehikel auf der einen Seite und die Anleger auf der anderen Seite zu ordnen. Die steuerlichen Auswirkungen in der Umsetzung für Vehikel und damit auch Investoren werden noch abschließend zu beurteilen sein. In einem eingeschwungenen Zustand werden die Auswirkungen beschränkt sein.

**Kam es dennoch kurz vor dem 22. Juli aus Sorge vor dem neuen Regelwerk zu einer Welle an Neuauflegungen von Spezialfonds?**

**Kloess:** Man hat gerüchteweise gehört, dass Vorrats-KAGen angeschafft und Fonds aufgelegt wurden. Die Frage ist, ob das jedoch wirklich der Tatsache entspricht und wenn, ob es dann sinnvoll ist. Denn diese müssten in einer nützlichen Frist mit Geld aufgefüllt werden. Die Fonds über Jahre zu parken, um sie dann irgendwann zum Leben erwecken, halte ich für übertrieben und eine Reaktion aus Ungewissheit vor dem Neuen.

**Zahlreiche Studien besagen: Institutionelle Investoren in Deutschland wollen ihre Immobilienquote in der Asset Allocation aufstocken. Sind das nur Worte oder folgen dem auch wirklich Taten?**



**Kloess:** Man kann hierbei verschiedene Indikatoren heranziehen, wie beispielsweise das Transaktionsvolumen, um der Antwort näher zu kommen. Wenn Häuser, wie beispielsweise Patrizia und Aberdeen, wenig einkaufen, ist das ein Signal, dass auch deren Investoren eher abwartend agieren, um die richtigen Objekte einkaufen zu können. Das Transaktionsvolumen ist in der jüngeren Vergangenheit relativ hoch gewesen, wobei ja je nach Region und Sektor die Preise bereits stattlich sind. Weiter kann man sich die Anzahl der Produkte anschauen, die gerade nach Kapital suchen. Weltweit schätze ich, dass dies zwischen 400 und 600 Produkten sind. Das ist eine sehr hohe Zahl. Fälschlicherweise könnte man nun daraus schließen, dass viele nach Geld suchen und keines finden. Aus meiner Sicht kommt in der Vielzahl der Produkte jedoch zum Ausdruck, dass viele Anbieter die Attraktivität der Asset-Klasse Immobilie nutzen und umsetzen wollen. Für die Antwort auf die Frage sind also verschiedene Entwicklungen zusammen zu beurteilen und nicht eindimensional zu betrachten.

#### Und wie sind die Investoren incentiviert?

**Kloess:** Die sind aufgrund der Alternativlosigkeit in den anderen Asset-Klassen und der Charakteristika der Immobilienanlage nach wie vor sehr incentiviert, in Immobilien anzulegen, die Quote also zielgerichtet zu erhöhen.

**Klingler:** Man sollte ebenso berücksichtigen, welche Möglichkeiten es am Geldmarkt im kurz- und mittelfristigen Anlagebereich gibt. Um eine attraktive Cashflowrendite aus einem Wertpapier zu generieren, muss ich ein deutlich höheres Risiko eingehen. Wenn ich das mit der Immobilie vergleiche, ist der Spread sehr attraktiv. Historisch gesehen, ist dieser stark auseinandergelassen. Insofern ist die Immobilie interessant. Viele Investoren wollen investieren, sind in ihrer Entscheidung allerdings verhalten – vielleicht auch, weil sie Negativerfahrungen mit der Historie gemacht hatten. Man scheut vielleicht bestimmte Risiken.

**Reith:** Ich glaube, der Wille bei den Investoren ist da. Der Markt hat sich aber verändert. Es gibt genügend Investoren, die noch Commitments offen haben, die nicht abgerufen werden, weil die Manager nicht in der Lage sind einzukaufen. Das ist kein Vorwurf an irgendwelche Manager, sondern einfach der Blick auf das Chancen-Risiko-Profil. In bestimmten Märkten ist man an einem Punkt, wo man sich fragt: Will ich das wirklich noch



kaufen? Was kommt an Rendite aus der Immobilie und was sind reine Leverageeffekte? Es wäre zu kurz gegriffen, wenn man unterm Strich mit Leverage eine tolle Rendite herausbekommt. Es ist wichtig, was die Immobilie an sich bringt. Und bei guten Objekten gibt es derzeit einen Kampf, und der wird nicht selten über den Preis ausgetragen. Wenn Sie einen Asset Manager oder Kunden haben, der diszipliniert ist, dann sagt der auch mal Nein. Im Umkehrschluss haben wir über die letzten Jahre aber auch gesehen, dass man sehr schnelle Entscheidungen vom Kunden bekommen kann, wenn die Opportunität da ist. Wir haben in den letzten zwei Jahren mit dem LBBW- und GBW-Deal größere Themen gestemmt, die eine gewisse Komplexität hatten. Früher hätte man das in einem Prüfungsprozess bei den Investoren schwerer hinbekommen. Was wir aber auch feststellen, ist: Wenn Sie eine Blindpool-Idee auf den Tisch legen, ist es zäher. Die Kunden haben die Erfahrung gemacht, dass in der Praxis nicht immer alles so glatt läuft wie geplant. Ich glaube, wir tun alle gut daran, jetzt nicht irgendetwas zu kaufen, nur damit die Fonds voll sind. Denn die Suppe müssen wir in ein paar Jahren auslöffeln und das hilft niemandem.



**Bei Immobilien bleiben Investoren gern zu Hause, am liebsten investieren sie in den Big Seven. Sie hatten schon angedeutet, dass es mit dem Angebot im Moment schlecht aussieht. Sehen Sie inzwischen eine Verschiebung in Richtung B-Standorte?**

**Reith:** Ich glaube, das Angebot ist nicht schlecht. Die Frage ist nur, zu welchen Preisen und mit wem konkurriert man. Wenn Sie gegen ein Family Office bieten, das ein bestimmtes Objekt nur wegen des Straßennamens erwerben möchte, brauchen Sie gar keinen Due-Diligence-Prozess anstoßen. Da wissen Sie jetzt schon, was passiert. Ich glaube, das Thema Home Bias war die letzten Jahre auch nicht verkehrt. Der deutsche Markt ist relativ gut durch die Krisen gekommen. Und ich glaube, die Perspektive für den deutschen Markt ist auch nicht übel. Die B-Standorte sind definitiv ein Thema. Was mir dabei nicht gefällt, ist zu sagen, ein B-Standort hat ein anderes Risikoprofil. Ich wüsste nicht, was an einer Stadt wie Freiburg risikoprofilmäßig so viel schlechter ist als München. Die Frage ist nur welche Immobilien, Nutzungsart und Größe. Wenn ich in Freiburg eine

Immobilie mit 70 Millionen kaufe, kann es auf der Exit-Seite schwierig werden. Aber wenn ich in kleineren Märkten mit kleineren Objekten agiere, kann ich nicht erkennen, warum das ein anderes Chancen-Risiko-Profil sein sollte, zumindest wenn die Städte eine positive Demografie haben. Ich glaube, das haben die Investoren realisiert. Deswegen ist es aber keineswegs leicht, in B-Städten gute Immobilien für vernünftige Preise zu finden.

**Klingler:** Zu den B-Städten muss man auch sagen, dass diese gerade im gewerblichen Bereich und guten Core-Lagen von der Preis- und Renditeentwicklung viel stabiler sind als zum Beispiel der Frankfurter Markt. Insofern sind die Märkte immer differenziert zu betrachten. Die B-Städte grundsätzlich auszuschließen und nur die Big Seven im Auge zu haben, halten wir absolut für falsch. Ich denke, es gibt sehr gute Investitionsmöglichkeiten, gerade in den B-Städten. Hier existieren andere Rendite-Spreads. Wenn Sie zum Beispiel Hannover nehmen, dort haben Sie einen Rendite-Spread von 30 bis 50 Basispunkten gegenüber den Big Seven. Das könnte doch attraktiv sein, oder?

**Kloess:** Zum Thema B-Standorte ergänze ich gerne, dass in der jetzigen Situation grundsätzlich darauf geachtet werden sollte, woher die Attraktivität des Investments kommt, unabhängig davon, um welche Nutzungsart es sich handelt. Wenn wir vorhin festgestellt haben, dass der Spread zwischen den Cap-Rates und den zehnjährigen Bundesanleihen historisch hoch ist, dann zeigt uns das, dass der Markt im Augenblick investorengetrieben ist. Das heißt, die Preise können noch steigen, ohne dass es den Investoren unmittelbar wehtut. Für mich ist entscheidend, was der Nutzermarkt hergibt. Und Sie, Herr Reith, haben völlig richtig gesagt, dass Deutschland in den letzten Jahren super gelaufen ist. Warum ist Deutschland super gelaufen? Weil man sich in den Anfangs-



---

# WIR SCHAFFEN WERTE MIT IMMOBILIEN SEIT 1984

Die PATRIZIA ist eines der führenden vollstufigen Immobilien-Investmenthäuser Europas, mit einem aktuell betreuten Vermögen von über EUR 10 Milliarden. 600 Mitarbeitern in mehr als 10 Ländern sorgen für eine vollstufige Wertschöpfungskette, vom Ankauf über Asset Management bis hin zur Wertsteigerung der Immobilie. Denn Werte entscheiden – Das ist die Basis unserer langen Kundenbeziehungen.

[www.patrizia.ag/pid](http://www.patrizia.ag/pid)

 **PATRIZIA**  
WERTE ENTSCHEIDEN

jahren des Jahrzehnts bei der Entwicklung der Lohnkosten bescheiden gezeigt hat. Damit hat Deutschland eine Wettbewerbsposition erreicht, die uns allen zugutekommt. Das muss jedoch nicht so bleiben. Im Fokus sollte die Frage stehen: Was machen die zugrundeliegenden Faktoren unseres Ertrages in der Immobilie? Steigende Preise sollten für ein nachhaltiges Immobilieninvestment von der Mietertragsseite getrieben werden. Und da stelle ich mir bei dem einen oder anderen Investment schon die Frage, wie die Mietpotenziale in der Zukunft realisiert werden sollen. Es ist durchaus davon auszugehen, ohne von Überhitzung zu reden, dass das eine oder

---

*„Die ideale Welt wäre, dass die Experten vorschlagen, was die Märkte und Zyklen angeraten scheinen lassen und die Investoren mitgehen.“*

*Dr. Stephan Kloess, Kloess Real Estate*

---

andere Investment mit Blick auf die Zukunft in der Gegenwart etwas teuer eingekauft wurde. Die Mehrheit hat Angst vor steigenden Zinsen. Geht man davon aus, dass ein Zinsanstieg nicht unverzüglich zu erwarten ist, dann sehe ich die viel größere Gefahr darin, dass sich der Nutzermarkt in dem einen oder anderen Sektor vom Investorenmarkt abkoppelt und somit Mietpotenziale einfach Potenziale bleiben.

**Klingler:** Ich sehe die Problematik eher beim Büroimmobilienmarkt, dort könnte das sein.

**Kloess:** Einverstanden, meines Erachtens gibt es aber auch Wohnimmobilien, bei denen ich mich ernsthaft frage, wie das Mietpotenzial nachhaltig umgesetzt werden soll.

**Klingler:** Wobei man auf der Wohnimmobilienseite sagen muss, dass der Markt sehr stark nachfragegetrieben ist. Die Nachfrage ist in den Wachstumsregionen ungebrochen hoch. Sicherlich sind die Mieten in den letzten Jahren gestiegen. Dabei muss man aber die Historie sehen: Woher kommen wir, wie war es vor zehn oder 15 Jahren? Wir haben eine sehr lange Zeit auf der Wohnimmobilienseite eine sehr verhaltene Mietentwicklung ge-

habt. Wenn man diese im europäischen Kontext betrachtet, denke ich nicht, dass die deutschen Wohnimmobilienmärkte überhitzt sind.

**Kloess:** Dem schließt sich die Frage an, in welchem Zyklus wir uns bewegen. Bei den grundsätzlich langen Haltedauern der Investoren ist eine Haltung zur Zukunft bezüglich des nächsten und übernächsten Zyklus wichtig, zumal die Zyklen kürzer und volatil werden.

**Reith:** Wir würden alle am liebsten unten im Zyklus einkaufen und oben wieder verkaufen. Aber ich glaube, man muss sich der Realität stellen, es gelingt nicht immer. Wenn der Zyklus nach oben läuft, verdient jeder Geld. Das Entscheidende für den Kunden ist, und das ist auch im Kern der Due-Diligence-Prozess, den der Kunde auf seinen Asset Manager anwendet: Ist ein Asset Manager in der Lage, in einem Zyklus, der gegen ihn läuft, ein Asset zu stabilisieren? Wenn wir ein Wohnobjekt haben in einer Gegend, aus der alle Leute wegziehen, haben sie eine falsche Entscheidung getroffen. Sie müssen reagieren und die Reißleine ziehen. Aber wenn sie eine Büro- oder Einzelhandelsimmobilie in München haben und der Markt kippt, ist das aktive Asset Management gefragt. Dann ist die Kunst, dieses Asset zu stabilisieren und durch die Krise zu führen. Irgendwann wird auch wieder ein anderer Zyklus kommen.



Dr. Stephan Kloess





### Um sicherzustellen, dass der Manager sein bestes für einen Fonds gibt, wäre eine Beteiligung mit eigenem Geld eine Möglichkeit. Fordern Investoren das?

**Reith:** Wir spüren den Trend. Ich verstehe den Ansatz dahinter auch. Es ist etwas, das dem Investor einen gewissen Komfort gibt. Wir versuchen, dem Kunden hier entgegenzukommen. Wir kommen ja eigentlich aus dem Eigeninvestment, wir haben in unserer 30-jährigen Geschichte knapp 20 Jahre nur mit eigenem Geld gearbeitet. Von daher haben wir also Geld zu investieren. Vor zwei, drei Jahren haben wir die Entscheidung getroffen, keine Investments mehr umzusetzen, die wir allein tätigen, weil wir sonst möglicherweise in eine Conflict-of-Interest-Situation kommen. Das macht langfristig überhaupt keinen Sinn. Deswegen gibt es bei uns eine ganz klare Co-Investmentstrategie. Das heißt, wir gehen im Gleichlauf mit den Kunden. Aufgrund unserer Renditeerwartung an Immobilien allerdings nicht im Core-Bereich. Das macht für unser eigenes Kapital keinen Sinn. Aber wenn der Kunde mit uns eine Value Added oder opportunistische Strategie umsetzen möchte, geben wir nennenswert Kapital mit hinein. Ich glaube, es gibt dem Kunden ein gutes Gefühl, dass jemand wirklich zu 100 Prozent dahinter ist, auch in schlechten Zeiten. Dies übrigens unabhängig von Nutzungsart und Land.

**Klingler:** Wir sehen den Trend natürlich auch. Jetzt sind wir bei Aberdeen gut 300 Immobilienexperten, die 21 Milliarden Assets im Immobilienbereich managen. Aberdeen Asset Management managt insgesamt 241 Milliarden Euro über alle Asset-Klassen hinweg. Aberdeen kann somit nicht überall Seed Money bereitstellen, das ist klar. Aber bei bestimmten Poolfonds ist es vorstellbar. Wir haben auch das Thema diskutiert, inwieweit Fondsmanager investieren können.

**Kloess:** Co-Investments sind ein Trend, weil sie eine gewisse Sicherheit bezüglich der Interessengleichheit bieten. Hierbei ist zudem die Höhe des Betrages zu beurteilen sowie relevant zu wissen, ob sich nur das Unternehmen oder auch die Mitarbeiter daran beteiligen.

### Lassen Sie uns noch einmal zurück zum Zyklus kommen. Wie antizyklisch können Sie agieren?

**Klingler:** Man sollte natürlich versuchen, antizyklisch zu handeln. Das Problem ist, dass die Investoren grundsätzlich eher zyklisch unterwegs sind.

**Reith:** Viele, die antizyklisch investieren wollen, sind auch das eine oder andere Mal zu früh dran. Man weiß erst im Nachhinein, wo der Tiefpunkt war. Und das ist natürlich auch bitter.

**Klingler:** Das ist das Risiko. Der Investor weiß nicht, ob er wirklich antizyklisch investiert. Er muss davon überzeugt sein, den Zyklus zu kennen. Bei den großen Investoren ist eine antizyklische Investitionsstrategie eher umsetzbar, bei den mittleren und kleinen sehe ich das nicht.

**Kloess:** Wenn Sie sich in den Inrev-Statistiken den Shift der Investorenwünsche und die Reaktion der Asset Manager anschauen, sehen Sie, dass der Vorlauf auf der Investoreseite etwas über ein Jahr beträgt. So lange dauert es, bis die Asset Manager reagieren und die entsprechenden Produkte auflegen. Angesichts dieser Entwicklung stellt sich mir die Frage: Wer führt eigentlich wen? Die Motivation der Investoren in indirekte Anlagen zu investieren liegt unter anderem darin, in Expertenwissen und Marktzugang zu investieren. Asset Manager sind somit in einer Konfliktposition. Auf der einen Seite wird in sie investiert, weil sie die Experten sind und den Marktzugang haben. Auf der anderen Seite sind die Asset Manager angehalten, die Produkte aufzulegen, die sie im Capital Raising geschlossen bekommen. Die ideale Welt wäre doch, dass die Experten aus ihrer Sicht vorschlagen, was Märkte und Zyklen angeraten scheinen lassen und die Investoren dann mitgehen. Hier hat der Investor unter Umständen jedoch einen Zielkonflikt, weil er verständlicherweise gerne auf der sicheren Seite ist, einen Moment abwartet und sich den Markt anschaut. Das hat sich in vielen Marktsituationen auch bewährt. Nur wird es auf diese Art schwierig, Überrenditen zu erzielen.

**Klingler:** In Italien kommen jetzt die klassischen Opportunisten und investieren. Das ist nicht der deutsche Institutionelle. Ich denke, zu deren Core-Strategie, die auf eine stabile Rendite abzielt, passt dieses stark anti-zyklische Handeln auch nicht immer.

**Reith:** Die Wahrheit liegt doch immer in der Mitte. Auf der einen Seite habe ich als Anbieter den Konflikt, dass ich vielleicht an Märkte glaube, aber keine Kunden finde. Auf der anderen Seite wollen die Kunden unbedingt in Märkte, bei denen der Manager vielleicht das Gefühl hat, dass sie schon ein bisschen zu weit sind. Auch als Produktanbieter muss ich mir die Frage stellen, was ist mein Hauptziel. Will ich Wachstum um des Wachstums Willen? Wir haben eine ganz klare Devise: Wachstum ist schön, aber einen Fonds aufzulegen, nur weil die Kunden ihn wollen, machen wir nicht. Wir müssen selbst davon überzeugt sein. Das geht vielleicht in drei, vier Jahren schief und wir müssen das dann auslöffeln. Dann sagen wir lieber mal zu einem Mandat Nein. Das ist immer eine Grauzone. Sie können nicht immer nur ihren Kopf durchsetzen, sie dürfen aber auch nicht immer dem Investor nach dem Mund reden. Das ist natürlich immer ein Balanceakt.

#### Sehen Sie einen Trend zu Individualmandaten?

**Kloess:** In diesem Thema habe ich noch keine finale Meinung, kann mir aber vorstellen, dass Individualmandate kein nachhaltiger Markttrend sein werden, sondern in erster Linie eine Reaktion auf die Erfahrungen der letzten Krise. Poolfonds haben in der Vergangenheit offensichtlich die Schwäche nicht ganz stringenter Regelungen gehabt. Hier sind die Asset Manager aufgefordert, von vornherein entsprechende Regelungen zu entwickeln und diese zu kommunizieren. Asset Manager dürften eigentlich kein gesteigertes Interesse an einer Vielzahl von Individualmandaten haben, die in einem ähnlichen Zyklus laufen. Erstens sinken die Volumina pro Individualmandat und Fonds. Zweitens würden sie irgendwann die Herausforderung haben, ähnliche Strategien in fast gleichen Zyklen zu fahren, womit es zu Konkurrenzsituationen kommt. Daran kann ein Investor eigentlich auch kein Interesse haben. Schließlich sollte er dem Asset Manager die Freiheit geben, das Mandat in seinem Sinne gut auszuführen, was jedoch dem Asset Manager unter vorgenannten Umständen schwerfallen würde.



# Wir setzen unten an (und oben).

## Aberdeen Immobilienfonds.

Um bei internationalen Immobilienanlagen die richtigen Entscheidungen zu treffen, muss man die wirtschaftlichen Trends erkennen. Und man braucht Leute vor Ort, die auf jedem Markt die wirklich guten Anlagen aufspüren. Wir bei Aberdeen haben beides: Durch die Verbindung von Top-Down- und Bottom-Up-Ansätzen haben unsere Immobilienfonds die bestmöglichen Aussichten.

Der Wert von Anlagen sowie die mit ihnen erzielten Erträge können sowohl sinken als auch steigen. Unter Umständen erhalten Sie Ihren Anlagebetrag nicht in voller Höhe zurück.

Weitere Informationen finden Sie unter [aberdeen-asset.de](http://aberdeen-asset.de)



**Aberdeen**  
Simply asset management.





Kerstin Bendix

**Auf der Investoreseite ist man aber zumindest viel sensibler geworden, man will wissen, wer die Mitinvestoren sind. Meine These: Blindpools sind tot.**

**Reith:** Wenn Sie unter Blindpool verstehen, dass ich als Investor in ein Vehikel gehe und auf der ersten Anlageausschusssitzung meine Mitinvestoren kennenlernen, stimme ich zu. Das Thema ist durch. Wir sind mittlerweile so weit, dass uns die Kunden bereits in einem frühen Stadium der Diskussion ihren Namen freigeben. Wenn zwei nicht miteinander können, ist es mir als Asset Manager auch lieber, wenn ich das schon im Funding mitbekomme und nicht erst auf der dritten Anlageausschusssitzung. Dabei geht es nicht um persönliche Befindlichkeiten, sondern um unterschiedliche Strategien, Ausschüttungen, Risikoneigungen und Anlageperspektiven.

**Blieben die Investoregruppen gern unter sich, also Versorgungswerke unter sich, Versicherungen unter sich?**

**Reith:** Wir sehen das überhaupt nicht, im Gegenteil. Man muss nur von vornherein offen über das Vehikel reden und sagen, was die Strategie, Ausschüttungspolitik und der Businessplan ist. Dann klinken sich manche aus, andere klinken sich ein und zum Schluss haben sie ein Potpourri an Investoren, die aber hervorragend harmonisieren. Die Frage ist doch gar nicht, ob der eine ein VAG-Reporting und der andere ein Gromi-KV-Reporting. Das ist nur Fleißarbeit, das kriegen wir alle hin.

---

*„Den Standardreport für alle Investoren gibt es nicht. Sie müssen so arbeiten, dass sie ein Reporting haben, das aus Bausteinen besteht.“*

*Fabian Klingler, Aberdeen Asset Management*

---

**Klingler:** Dem kann ich nur beipflichten. Wir haben auch gemischte Mandate mit Versorgungswerken, Versicherungen und Sparkassen. Wir stellen immer fest, dass es gut ist, wenn sich die Investoren kennen und miteinander reden. Bevorzugt werden Poolfonds mit sechs oder acht Investoren. Wenn es über zehn Investoren sind, können sie nicht immer im Rahmen der Anlageausschusssitzung einstimmig abstimmen, dann nimmt es eher den Charakter einer Investorenkonferenz an.

**Individualmandate sind für Sie, Herr Kloess, kein nachhaltiger Trend. Was sind für Sie nachhaltige Trends?**

**Kloess:** Es gibt mit Sicherheit zwei nennenswerte Trends unter Investoren: erstens wirksame Diversifikation und zweitens mehr Transparenz über alle Immobilieninvestitionen. Es ist immer noch schwierig für einen Investor, eine harmonisierte Immobilienrendite über alle Investments auszuweisen. Wichtig hierbei ist die Identifikation der Renditequellen auf den einzelnen Ebenen, also vom Objekt bis rauf zum Fonds.

**Wäre hierfür eine Immobilien-Master-KAG eine denkbare Lösung?**

**Klingler:** Es gibt den einen oder anderen institutionellen Investor, der in Zukunft ganz klar zwischen Serviceplattform und aktiven Managern trennen will. Wir haben Mandate, in denen wir den aktiven Part managen. Es ist administrativ ein sehr hoher Aufwand. Schon allein die Verträge mit der Service-KAG abzuschließen, dauert sechs bis neun Monate. Aber die Master-KAG ist sicherlich eine Struktur, die für den Investor eine Sicherheit

darstellt. Er kann theoretisch den Fondsmanager wechseln, aber er kann das natürlich nicht laufend tun, da der Wechsel immer mit einem erheblichen Aufwand verbunden ist. Die Frage ist am Ende des Tages: Ist die Performance besser für den institutionellen Investor? Es ist nicht immer transparent, welche Fees die Service-KAG bekommt, und ob der Investor in der Summe mehr bezahlt. Und man hat natürlich Reibungsverluste.

**Reith:** Billiger wird es bestimmt nicht.

**Kloess:** Selbst wenn Marktteilnehmer davon ausgehen, dass die Kosten unterm Strich niedriger sind, gilt es, den Einfluss der zusätzlichen Schnittstelle zu beachten und den hierfür notwendigen Aufwand zu messen. In der Schnittstelle besteht Potenzial für viel Reibung.

**Reith:** Wir kommen bei der Thematik aus der Wertpapier-Denke und da macht es absolut Sinn. Sie können relativ unproblematisch den Manager eines Portfolios switchen. Wenn Sie sich die Immobilie ansehen, funktioniert das bei Leibe nicht so unproblematisch, selbst wenn alle an einem Strang ziehen. In der Praxis würde man den Asset Manager wechseln, weil man mit der Performance nicht zufrieden ist und hofft, dass es der Neue besser macht. Der Neue hat am Anfang aber einen schweren Stand, weil er sich erstmal über ein halbes Jahr auf den Stand hocharbeiten muss, den der alte Manager hatte. Erst danach kann er beweisen, ob er wirklich besser ist. Und eins darf man nicht vergessen: Im Immobilienbereich kann man zwar den Asset Manager austauschen, aber an die KAG kette ich mich nach wie vor.

**Klingler:** Ich kann den Ansatz verstehen. Es gab natürlich Beispiele, wo ein Investor einen Spezialfonds hatte, in dem der Manager nichts gemacht hat. Der Investor kam nicht raus, weil er nur wechseln kann, wenn er die Grunderwerbssteuer bezahlt. Die Frage ist aber, ob die Trennung der Wertschöpfungskette die optimale Lösung ist. Ich könnte mir vorstellen, zukünftig mehr mit Performance Fees zu arbeiten. Damit könnte man so eine Problematik auch lösen.

**Ich habe den Eindruck, dass sich die deutschen Investoren mit Performance-Fee-Strukturen immer ein bisschen schwer tun.**

**Reith:** Wir haben es mittlerweile relativ viel. Sie haben bei Immobilienfonds sogar den Vorteil, dass sie die Performance Fee in verschiedene Richtungen strukturieren können, je nach dem wie das Vehikel unterwegs ist. Sie





Jochen Reith

können die Performance Fee IRR-getrieben gestalten. Das macht Sinn bei einer opportunistischen Strategie. Wenn ich eher Cashflow-orientiert bin, kann ich meine Performance Fee auf den laufenden Ertrag ansetzen. Aber ich gebe Ihnen Recht, die Investoren scheinen immer noch ein bisschen gespalten. Manche wollen wissen, was sie bezahlen. Andere sehen Performance Fees als ein gutes Instrument.

**Kloess:** Ich nehme auch wahr, dass es eine Hinwendung zur Performance Fee gibt. Diese wird sehr unterschiedlich ausgestaltet, weil jeder Investor andere Vorstellungen hat. Hier haben die Asset Manager eine Harmonisierungsaufgabe. Für mich gibt es zwei Betrachtungsweisen: Performance Fee für den Assetmanager – möglichst auf realisierte Ergebnisse – und zweitens transparente Fees für die Administrationsleistung der Serviceplattform.

Rein vom Business-Modell her betreibt die Service-KAG ein standardisiertes Geschäft, das jedoch keinen wertschöpfenden Beitrag für das Immobilieninvestment hat. Hier kann ich mir vorstellen, dass die Fees künftig unter Druck kommen werden. Die Service-KAG Betreiber sind incentiviert, Volumen zu fahren, damit das Business-Modell ökonomisch aufgeht. Standardisierung verspricht Sicherheit und Einfachheit. Wenn der Investor nach Extraleistungen, wie beispielsweise einem individuellen Reporting, fragt, wird er gebeten werden für diese Leistung eine extra Fee zu entrichten oder sich mit dem Standardreporting zu begnügen.

#### Apropos Reporting: Haben sich die Anforderungen im Reporting erhöht?

**Klingler:** Grundsätzlich besteht die Tendenz, dass die Investoren ein deutlich detailliertes Reporting haben wollen, nicht nur vom Inhalt, sondern auch was die Zyklen betrifft. Wir haben Monats-, Quartals- und Jahresreportings. Den Standardreport für alle Investoren gibt es letztendlich nicht. Sie müssen so arbeiten, dass sie ein Reporting haben, das aus Bausteinen besteht. Individuell aus diesen Bausteinen können sie dann den Individualreport erstellen. Aber klar ist: Es wird sehr viel Datenmenge gewünscht. Das hat Vor- und Nachteile. Es ist zum einen ein deutlich erhöhter Aufwand, aber zum anderen weiß der Investor, was im Fondsmanagement gemacht wird. Er kennt die Immobilien besser, kennt die Zahlen und ist damit auch besser involviert.

#### Das geht also wieder in die Richtung mehr Transparenz.

**Kloess:** Genau. Da gibt es aus meiner Erfahrung zwei Richtungen unter den Investoren: Die Frage, die hierbei im Mittelpunkt steht, ist jene des Detaillierungsgrades beim Reporting. Das hat unter anderem auch mit der Charakteristik der Sektoren zu tun. Bei einem fragmentierten Wohnportfolio hat das Reporting auf Objektebene eine geringere Gewichtung als bei einem Retail-, Büro- oder Logistikportfolio. Die Nähe zum Objekt wird von Investoren unterschiedlich beantwortet: Eine Gruppe möchte über die Objekte informiert werden, damit sie die Leistung des Asset Managers beurteilen können. Der anderen Gruppe reicht ein Reporting auf Portfolio-respektive Fondsebene. Grundsätzlich ist es sinnvoll, wenn der Investor auf Augenhöhe mit dem Asset Manager als Sparringspartner agiert. Das tut dem einen oder anderen Asset Manager und dem Verhältnis beider gut.



#### Wollen Investoren heute also mehr mitreden und sich mehr einbringen?

**Kloess:** Es existieren unterschiedliche Investorentypen. Dies hängt jeweils von Strategien, Zielsetzungen und Rahmenbedingungen ab, und steht darüber hinaus im Zusammenhang mit dem Grad und der Art Arbeitsteilung in der Organisation und den unterschiedlichen Erfahrungshintergründen der Teams.

**Klingler:** Ein ganz wichtiges Thema ist Vertrauen. Am Anfang wird der Investor vielleicht noch skeptisch sein und sehr stark involviert sein. Wenn er sieht, dass ein Produkt läuft, alles sehr transparent ist und der Manager Antworten zu kritischen Fragen hat, bildet sich Vertrauen. Dann wird der Investor weniger ins Detail gehen.



**Nur was für Sie wichtig ist.**



Lesen Sie den Newsletter für institutionelle Investoren: [portfolio-newsflash.de](https://portfolio-newsflash.de)



Dr. Stephan Kloess

**Kloess:** Der eine oder andere Investor hat in der letzten Krise das Verhalten seines Asset Managers durchaus neu kennengelernt. Weiter hat er erfahren, dass die Management Fee, die er gedrückt hat, nur die eine Seite der Medaille ist. Nach 2008 hat sich gezeigt, dass der Asset Manager aufgrund der niedrigen Management Fee incentiviert war, auch in einem schwierigen Umfeld Transaktionen zu tätigen, damit sein Business-Modell funktioniert. Also hat der eine oder andere Asset Manager versucht, ein Objekt zu kaufen, das nicht ganz der formulierten Anlagestrategie entsprach. Wenn man sich die Struktur der Fees anschaut und die Situation des Marktes, muss man eine Lanze für bestimmte Asset Manager brechen. In den Verhandlungen zwischen Investoren und Asset Managern sind beide Seiten gut beraten, sich zu überlegen, wie sie die Fee strukturieren. Es gilt, nicht die einzelne Fee, sondern das Gesamtpaket zu beurteilen und sich die Frage zu stellen, welche Fee den Asset Manager zu welcher Handlung motivieren soll und wird.

---

*„Investoren haben nicht das primäre Ziel, möglichst mit Erfolg aus den Fee-Verhandlungen herauszukommen.“*

*Jochen Reith, Patrizia Immobilien*

---

#### **Leben und leben lassen.**

**Kloess:** Genau. Gleichzeitig sollte der Manager an dem Erfolg incentiviert sein, den er für den Investor generieren soll, so dass beide Seiten partizipieren können.

**Reith:** Das sehen wir aber auch. Die Investoren haben nicht mehr als primäres Ziel, möglichst mit Erfolgen aus den Fee-Verhandlungen herauszukommen. Man hat einen ganz guten Konsens gefunden. Keiner bezahlt gerne mehr, das ist klar, aber man geht sehr fair miteinander um und findet passende Gebührenmodelle. Ich glaube, da haben beide Seiten gelernt. Man muss bloß sensibel bleiben, dass das auch weiterhin so bleibt. Und ich glaube, da müssen sich die Anbieter auch untereinander an der Nase packen, dass man nicht versucht, sich gegenseitig über einen Preiskampf rauszukegeln.

#### **Wir haben viel über Gebühren gesprochen. Mich würde interessieren, wie die Renditevorstellungen der Investoren sind.**

**Kloess:** Die Investoren haben im Augenblick die Neigung, in jedem Fall Risiko zu vermeiden. Damit einher geht die Bereitschaft, auch niedrigere Renditen zu akzeptieren. Die intern oder extern vorgegebenen Mindestverzinsungen und Zielrenditen sollten erreicht werden, um die Verbindlichkeiten bedienen zu können. Die Frage, die ich mir stelle, ist, ob aktuell das Risikoprofil des einen oder anderen Objektes richtig eingeschätzt wird. Mir geht es wieder um den Nutzermarkt. Letztendlich wird ein Core-Profil nicht a priori durch eine Lage oder einen Zustand definiert, sondern durch den Mieter.

**Reith:** Jeder hat andere Bücher. Damit definiert sich oft die Anforderung an die Immobilienrendite. Brauche ich die vier Prozent, um meine Verbindlichkeiten bedienen zu können? Oder brauche ich vielleicht mehr? Ich habe es heute schon mal angerissen, und das ist ein Blick, den die Kunden auch immer mehr anlegen: Wir sollten viel mehr von Immobilienrenditen sprechen. Auch bei uns in den Ankaufsvorlagen weisen wir aus, was die Immobilie mit 100 Prozent Eigenkapital bringt. Wir reden über NOIs. Und da muss eine Immobilie vernünftig funktionieren. Das führt zwangsläufig dazu, dass man viele Deals nicht macht. Und das gehen die Kunden auch mit, weil sie ja auch in Zeiträumen über fünf oder zehn Jahre denken. Ich habe allerdings nicht den Eindruck, dass die Kunden

bereit sind, mit weniger Rendite zu leben. Ich würde noch einen Schritt weiter gehen. Je länger die Zinsen unten bleiben, desto weniger können sich das die Investoren leisten. Weil mit jeder Bundesanleihe, die heute fällig wird, steigt der Druck in den Büchern. Also wird irgendwann die Renditeanforderung sogar höher. Dann wird man darüber diskutieren, ob sich das am Markt umsetzen lässt oder man sein Risikoprofil verändern und in andere Märkte gehen muss.

#### **Aber was suchen deutsche Investoren nun eigentlich für Immobilien?**

**Reith:** Eine Wohnimmobilie in München mit fünf Prozent Ausschüttung würden alle nehmen. Genau das ist das Problem. Im Großen und Ganzen haben sie alle die gleichen Interessen. Wenn ein Kunde sagt, er will fünf Prozent Ausschüttung auf eine Wohnimmobilie, muss man flexibel sein. Dann muss man bestimmte Risiken nehmen und in bestimmte Regionen gehen, weil das immer noch eine Asset-Klasse ist, die hohe Nachfrage hat. Neue Wohnprodukte könnten wir jede Menge auflegen, wir machen es momentan aber nicht, weil wir nicht glauben, dass wir die Kunden schnell genug bedienen können. Aber das sind die Themen, die immer noch attraktiv sind. Bei Einzelhandel gilt wie immer, je besser die Lage, desto lieber. Wir nehmen aber auch wahr, dass man über andere Nutzungsarten diskutiert, wie Pflegeheim, Hotel und Logistik, um das Portfolio abzurunden.

**Klingler:** Einzelhandel ist sicherlich auf der Gewerbeseite mehr gefragt als Büro. Die Konsumneigung ist deutlich gestiegen. Auf der anderen Seite haben wir natürlich die Konkurrenz zum E-Commerce. Das wäre wieder ein Thema, wo man Logistik spielen könnte. Allerdings ist der Markt nicht riesig groß, und ich spreche auch über andere Mietniveaus. Ich spreche bei Logistik nicht über 20 bis 30 Euro, sondern vier Euro pro Quadratmeter. Auch Nischenfonds, wie Hotels und Parkhäuser, haben wir schon gesehen. Das wären kleinere Produkte, die für den gesamten Markt aber sicherlich nicht die Lösung sind, sondern nur eine Beimischung.

#### **Ist das nicht nur Liebhaberei?**

**Klingler:** Soweit würde ich nicht gehen. Die Produkte haben eine Berechtigung und funktionieren auch, wenn sie der richtige Asset Manager verwaltet. Sie können aber in einem Parkhausfonds keine fünf Milliarden bewegen. Das ist das Thema: Sie können nicht die ganze Branche damit bedienen.







### Wo sehen Sie als Immobilienmanager derzeit Opportunitäten, die Investoren auf den Radar nehmen sollten?

**Reith:** Wir sehen zwei unterschiedliche Opportunitäten. Wir glauben, dass man aufpassen muss, dass man nicht zu viel Elefantengehirn hat. Natürlich gab es in Italien, Spanien und Irland ein Problem, aber deswegen die nächsten 30 Jahre dort nicht kaufen, erscheint uns falsch. Wir glauben, dass Irland mittlerweile ein durchaus spannender Markt ist. Auch Regionalmärkte in UK könnten durchaus spannend sein, wenn man sich die Spreads zu London anschaut. Wir glauben auch, dass perspektivisch vor allem im Einzelhandel Teile der PIIGS-Staaten, vor allem Italien oder Spanien, wieder kommen. Man muss nicht unbedingt der Erste sein, aber man sollte auch nicht der Allerletzte sein, der in solche Märkte geht. Wenn man in Deutschland bleibt, würde ich mir andere Nutzungsarten und Spezialthemen anschauen, um eine Core-Satellite-Strategie umzusetzen. Aber eines sehen wir immer noch ganz oben: Opportunitäten lassen sich nutzen, wenn man

schnell genug ist und größere Volumina bewegen kann. Es wird auf der Bankenseite nach wie vor Distressed-Themen geben, die abgewickelt werden müssen. Hier kann man attraktive Assets zu sehr guten Preisen bekommen. Das ist schwer zu timen, aber wir glauben, das wird 2013 und 2014 noch spannend bleiben.

**Klingler:** Grundsätzlich hängt es von der Risikoneigung des Investors ab, welche Opportunitäten er eingehen will. Ich denke, er ist gut beraten, sich im paneuropäischen Segment in den Metropolen zu bewegen und in gewerbliche Immobilien zu investieren. Man muss berücksichtigen, welche Märkte und Lagen fair bewertet sind. Die skandinavischen Länder haben zum Beispiel sehr gute Perspektiven, wobei die Märkte natürlich sehr klein sind. Bezogen auf Deutschland würden wir im gewerblichen Bereich den Einzelhandelsanteil übergewichten. Für Cashflow-orientierte Investoren wären hier die Versorger interessant, gerade in Metropolen, die Wachstum im Wohnen haben. Bei Büro kann man sich Core-Objekte in B-Städten anschauen, in denen man einen höheren Rendite-Spread bekommt. Auch Logistik könnte in Deutschland ein interessantes Thema sein, wobei natürlich die Verfügbarkeit beschränkt ist. Dem sehr konservativen Investor empfehlen wir, die Investition in deutsche Wohnimmobilien, insbesondere im Neubausektor in Metropolen und Großstädten mit Bevölkerungswachstumspotenzial und guten Mikro-Lagen. Diese Märkte zeichnen sich durch eine anhaltend hohe Mieternachfrage aufgrund der gestiegenen Lebensqualität in den Städten und damit durch eine sehr stabile Cashflow-Rendite aus.

**Meine Herren, ich danke Ihnen für die anregende Diskussion. Es hat viel Spaß gemacht, mit Ihnen in die Welt der Immobilien einzutauchen.**



*Im Bild von links nach rechts:*

*Dr. Stephan Kloess, Kloess Real Estate*

*Fabian Klingler, Aberdeen Asset Management Deutschland*

*Jochen Reith, Patrizia Immobilien*

*Kerstin Bendix, portfolio Verlagsgesellschaft*

# Wohnimmobilien als Asset-Klasse



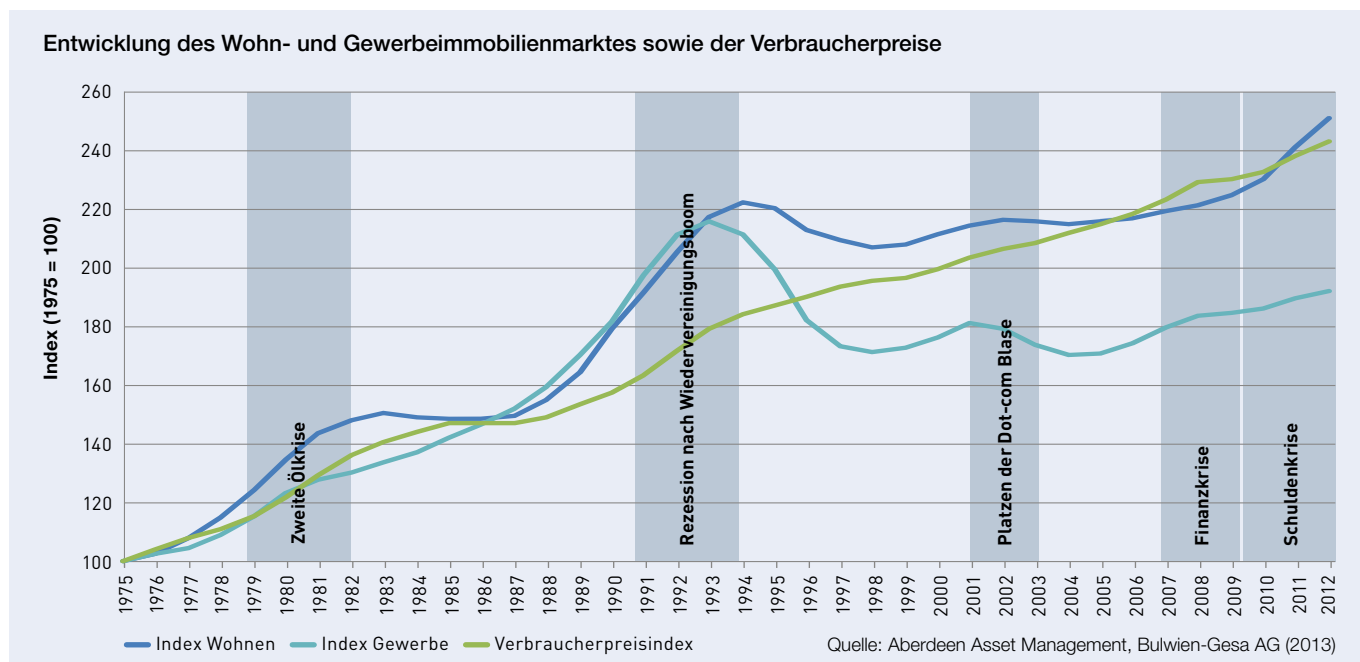
Von Stephan Schanz, Senior Analyst, European Property Research  
Aberdeen Asset Management, Frankfurt am Main

Die Asset-Klasse Immobilien bildet mit insgesamt rund 8.900 Milliarden Euro den größten realen Wert der deutschen Volkswirtschaft. Nach Berechnungen von Bulwien-Gesa beläuft sich der Wert der deutschen Wohnungen auf rund 6.600 Milliarden Euro – rund 75 Prozent des gesamten Immobilienwerts in Deutschland. Abzüglich eigengenutzter Wohnungen verbleibt ein Mietwohnungswert von 2.250 Milliarden Euro, der in etwa dem Gesamtwert des gewerblichen Immobilienbestands entspricht.

Diese Marktgröße spiegelt sich trotz der aktuell hohen Nachfrage seitens institutioneller Investoren noch nicht auf dem Markt für Immobilientransaktionen wider. Wohninvestments machen bei nahezu gleichem Bestandswert einen deutlich geringeren Anteil am Investmentmarkt aus als solche in gewerbliche Objekte. Bei Betrachtung der Kapitalherkunft nach deutschen und internationalen Investoren, gesplittet nach Gewerbe- und Wohninvestments, treten deutliche Schwankungen auf. Der größte Anteil ausländischen Kapitals wurde im Boomjahr 2006 (77 Prozent) registriert, wohingegen während der Krise 2009 mit 92 Prozent vornehmlich deut-

sche Investoren in lokale Immobilien investierten. Für institutionelle, insbesondere ausländische Investoren ist die genaue Kenntnis der Immobilienanlage von besonderer Bedeutung. Der deutsche Immobilienmarkt wird im globalen JLL-Transparenzindex mit Rang zwölf als transparenter Markt eingeordnet, jedoch gibt es erhebliche Unterschiede in der Datenverfügbarkeit abhängig vom Standort und der Nutzungsart. Sind für Büroimmobilien in den Big-7 die wesentlichen Informationen für die Marktteilnehmer verfügbar, erweisen sich B-Städte als weit weniger transparent.

Positiver sieht das Bild bei Wohnimmobilien aus. Über Onlineportale und amtliche Mietspiegel ist für viele Standorte eine straßenzuggenaue Lageeinordnung sowie ein Mieten- und Preisspektrum abrufbar. Darüber hinaus werden in regelmäßigen Abständen Informationen über Kaufpreise oder Kaufpreisvervielfältiger veröffentlicht, so dass auch Zeitreihen vorliegen. Diverse Vergleichsindizes sind bundesweit und auf Städteebene verfügbar. Insgesamt zeigt der hohe Anteil internationaler Investoren, dass der deutsche Wohnimmobilienmarkt zu einem hohen Grad in globale



Investmentmärkte integriert ist. Dies bedeutet, die Rahmenbedingungen werden von internationalen Investoren als stabil und professionell sowie die Funktionsweise der Märkte als effizient angesehen.

### Wohnimmobilien als defensives Investment

Anlehnend an Bulwien-Gesa-Indizes zeigt sich, dass der deutsche Wohnungsmarkt sehr robust gegenüber Krisen ist. Entgegen der schwachen wirtschaftlichen Lage in Europa während der Finanzkrise sind die Wohnungspreise und -mieten in Deutschland gestiegen, was unter anderem in der stark diversifizierten Mieterstruktur von Wohnimmobilien begründet ist – ein Ausfall eines Großteils der Mieter und Mieten aufgrund von großen Einkommensverlusten ist eher unwahrscheinlich. Da Wohnen ein Grundbedürfnis ist, wird die Nachfrage nach Wohnfläche in wirtschaftlich schwierigen Zeiten nur wenig eingeschränkt. Stabilisierend wirken auch Transferleistungen des Staates. Zudem sichern die makroökonomischen Rahmenbedingungen und die dezentrale Siedlungsstruktur eine stabile Einkommenssituation bei relativ niedrigen Mieten. Preisblasen durch eine zu lockere Kreditvergabe konnten in Deutschland bislang vermieden werden. Zurückzuführen ist dies auf die meist lang laufenden Annuitätendarlehen, relativ geringe Fremdkapitalanteile und eine geringe Bedeutung nachrangiger Darlehen. Auch die Angebotsseite zeigt keine Anzeichen einer Überhitzung. Der langfristige Trend der Wohnungsfertigstellungen ist negativ, folgt tendenziell der Nachfrage und passt sich an das demografisch bedingte, schwächere, aber weiter positive Haushaltswachstum an. Dass die Angebotsseite allerdings nicht immer im Gleichgewicht ist, zeigen

der starke Anstieg der Fertigstellungen in der zweiten Hälfte der 90er Jahre und die darauf folgende langanhaltende schwache Entwicklung der Mieten und Preise. Das damit verbundene Überangebot in dieser Zeit ist in erster Linie auf die steuerlichen Effekte durch die Möglichkeit von Sonderabschreibungen für Wohnimmobilien induziert. Vor dem Hintergrund der aktuellen Diskussion um die angespannte Vermietungssituation in einigen deutschen Großstädten sind erneute politische Eingriffe vor allem in den Vermietungsmarkt nicht auszuschließen. Insbesondere in den stark nachgefragten zentralen Lagen der Großstädte ist ein höheres Angebotswachstum aufgrund knapper werdender Flächen wenig wahrscheinlich.

### Wohnimmobilien und Inflation

Die Bezeichnung von (Wohn-)Immobilien als „Betongold“ ist nicht unge-rechtfertigt. In Phasen hoher Inflation Ende der 70er, Anfang der 80er und zu Beginn der 90er Jahre stiegen die Wohnungsmieten und -preise stark an. Erkennbar ist aber auch, dass dies auch auf das starke Wirtschafts- und BIP-Wachstum zurückzuführen ist. Die schwache und unter der Inflationsrate liegende Entwicklung zwischen 1994 und 2008 deutet nicht darauf hin, dass sich Mieten und Preise grundsätzlich an die Inflationsrate anpassen. Umfassendere Analysen lassen die Hypothese zu, dass Grundstückspreise und Mieten für neue und bestehende Wohnungen partiell mit der Inflation steigen, der Anstieg aber unter der Inflationsrate liegt.

Unsere Analysen lassen eine allmähliche Erosion der Büromieten infolge der Zunahme der Leerstände erkennen, während Wohnungsmieten seit

### Schematische Darstellung von Renditespannen für deutsche Wohnimmobilien

Immobilientyp und Lagebeispiele	Management-Aufwand	Modernisierungskosten	Einfluss auf Mieterbesatz	Möglichkeit zur Anpassung an Marktmiete und Indexierung	Spanne Anfangsrendite	Investment-Strategie
<b>unsanierter Plattenbau</b> z. B. Mümmelmannsberg, Hamburg Grünau, Leipzig	hoch	gering	gering	hoch	hoch	hoch
<b>unsaniertes Mehrfamilienhaus</b> z. B. Chroweiler, Köln	hoch	gering	gering	hoch	hoch	hoch
<b>saniertes Mehrfamilienhaus</b> z. B. Innenstadt, Dresden	hoch	gering	gering	hoch	hoch	hoch
<b>Neubau</b> z. B. Europaviertel, Frankfurt	gering	hoch	hoch	gering	gering	gering

Quelle: Aberdeen Asset Management (2013)



Ende der 90er Jahre kontinuierlich gestiegen sind. Offensichtlich ist auch die geringe Volatilität von Wohnen. Vor allem das Platzen der Internetblase und die Finanzkrise haben Spuren auf dem Büroimmobilienmarkt hinterlassen, nicht jedoch bei den Wohnungsmieten. Die Netto-Spitzenrenditen für Wohnen und Büro lagen in den Big-7 zwischen 1990 und 2012 durchschnittlich mit 5,2 Prozent für Wohnen und 5,3 Prozent für Büro auf sehr ähnlichem Niveau. Dies erstaunt vor dem Hintergrund der beschriebenen defensiven Eigenschaften von Wohnimmobilien, weist aber auf faire Preise hin und erklärt die gute Performance von Wohninvestments. Auch der Verlauf der Spitzenrenditen zeigt die Stabilität der Wohnungsmärkte. Im Unterschied zum Büromarkt sind diese in und nach den oben dargestellten Krisen nicht nach oben abgedriftet. Die Spitzenrenditen (Q4 2012) unterscheiden sich kaum (4,8 Prozent Wohnen, 4,9 Prozent Büro). Auch wenn dies für den Wohnungsmarkt ein historisches Tief darstellt, gehen wir nicht von einer Überhitzung der Märkte aus.

### **Immobilientyp und Anlagestrategie**

Grundsätzlich gilt bei der Analyse von Immobilienmärkten, dass die Top-down-Betrachtung oder die Analyse von stark aggregierten Durchschnittsnur ein erster Schritt sein kann. Bei einer Bottom-up-Betrachtung der Asset-Klasse Wohnimmobilien kommt man schnell zu der Erkenntnis, dass es sich um ein sehr heterogenes Feld handelt. Je nach Lage und Objekttypus herrschen unterschiedliche Renditespannen, Managementaufwand, Marktanpassungsmöglichkeiten und Kosten vor, wie die Abbildung auf Seite 21 zeigt.

Aus fundamentaler Sicht sind deutsche Wohnimmobilien eine krisenfeste, defensive Asset-Klasse. Ein Auseinanderdriften von Angebot und Nachfrage dürfte auch in Zukunft wenig wahrscheinlich sein. Vor diesem Hintergrund sind deutsche Wohnimmobilien gut als Basisinvestment in sicherheitsorientierten Immobilien- und Multi-Asset-Portfolios geeignet. Dennoch sind in nächster Zeit die Beobachtung der Preissituation und entsprechende Konsequenzen für die Investitionsstrategie besonders wichtig. Momentan deuten unsere Indikatoren nicht darauf hin, dass die Wohnungspreise in Deutschland überhitzt sind. Lockerung von Standards bei der Kreditvergabe in Verbindung mit anhaltend niedrigen Zinsen und steigende Inflationserwartungen können jedoch zu weiteren Preisanstiegen führen, die nicht mit den Perspektiven auf den Vermietungsmärkten im Einklang stehen. Zu ergänzen ist, dass sich die Mieteinnahmen aufgrund der lokalen und auch objektspezifischen Angebots- und Nachfragesituation ergeben. Da diese innerhalb Deutschlands sehr unterschiedlich sein kann, sind entsprechende Bottom-up-Analysen unverzichtbar.

## **Nachgefasst bei Fabian Klingler**

### **Seit dem 22. Juli ist das deutsche AIFMD-Umsetzungsgesetz – KAGB – in Kraft. War das ein großer Kraftakt für Sie? Wie sind Ihre Erfahrungen mit dem neuen Gesetz?**

Wir setzen das konzernübergreifend um. Für unsere Immobilien-Spezialfonds ändert sich vor allem formal eine Menge, aber nicht für unser Geschäftsmodell.

### **Studien zeigen: Deutsche Investoren wollen stärker in Immobilien gehen. Können Sie das bestätigen? Was macht Immobilieninvestments so attraktiv?**

Das Interesse ist groß. Niedrige Anleiherenditen machen Immobilien für sicherheitsorientierte Anleger attraktiv.

### **Deutsche Investoren haben einen starken Home Bias. Sehen Sie inzwischen Blasenbildungen im deutschen Immobilienmarkt?**

Dank der zurückhaltenden Kreditpraxis kaum. Eher drohen Engpässe bei guten Objekten.

### **Welche Nutzungsart bietet im Moment langfristig die größten Chancen, welche die wenigsten?**

Wohnimmobilien können gewinnen, Gewerbeimmobilien sehen wir neutral.

*Fabian Klingler, Aberdeen Asset Management*

trendforum Vermögensmanagement

# twmm

**Vermögens-  
verwalter  
treffen  
Family Offices**

**Family Offices  
treffen Stiftungen**

# Erfolgreiche Co-Investments verlangen Transparenz und Diskretion



*Von Jochen Reith, Group Head of Institutional Clients D-A-CH  
Patrizia Immobilien*

Club-Deals und Bieterkonsortien haben Hochkonjunktur. Denn gerade in Zeiten, in denen eine ausreichende Eigenkapitalausstattung bei Immobilieninvestments für die Finanzierung wichtig ist, ist auch das Einsammeln von Geldern über Partner wichtiger denn je. Patrizia stand innerhalb eines vergleichsweise kurzen Zeitraums zweimal vor der Aufgabe, geeignete Partner für Investments bemerkenswerter Größe zu finden. Zum einen ging es um den Erwerb des rund 21.000 Wohnungen umfassenden LBBW-Portfolios. Abgeschlossen wurde der Deal im vergangenen Jahr. Patrizia hatte dabei ein Konsortium geführt, das aus deutschen und europäischen Versicherungen, Versorgungswerken, Pensionskassen und Sparkassen bestand. In diesem Jahr folgte zum anderen das GBW-Portfolio mit rund 32.000 Wohnungen. Erneut haben wir ein Konsortium gebildet, dieses Mal bestehend aus berufsständischen Versorgungswerken, Versicherungen, Sparkassen und Pensionskassen aus dem deutschsprachigen Raum. In beiden Fällen galt es, Kapitalgeber für Größenordnungen von 600 Millionen Euro bis rund eine Milliarde Euro zu finden.

## **Gleiche Interessen als bedeutender Faktor**

Nach unserer Erfahrung ist es eminent wichtig, dass Anleger, die gemeinsam investieren, eine dauerhaft miteinander verträgliche Strategie verfolgen. Die Immobilienmärkte sind zyklisch, das dürfte bekannt sein, und bei Investments mit einer Laufzeit von fünf Jahren und länger kann es durchaus vorkommen, dass sich die Märkte verändern. Solange Wohnimmobilien in Deutschland en vogue sind, wären sich möglicherweise auch Anleger mit einer unterschiedlichen Langfriststrategie noch einig. Sollte sich die Marktlage aber ändern, wären unterschiedliche Meinungen „auf breiter Front“ alles andere als eine gute Grundlage, um gegebenenfalls neue strategische Entscheidungen zu treffen.

## **Longlist wie beim Beautycontest**

Das Ergebnis unserer Vorauswahl war eine Longlist potenzieller Kandidaten. Nun galt es, die Investmentidee nebst Business-Plan vorzustellen. Dabei haben wir bei jedem Anleger unverändert unsere

Investmentstrategie vorgetragen, die Idee also identisch präsentiert. Investoren, die sich eine modifizierte Finanzierungs- oder Managementstrategien gewünscht haben, haben wir bewusst nicht weiter berücksichtigt. Im Sinne der erforderlichen Stringenz ist es wenig ratsam, möglichen Partnern nach dem Mund zu reden – wenn denn am Ende tatsächlich alle in die gleiche Richtung marschieren sollen.

Es mag nicht einfach sein, wenn man hier Adressen absagen muss, die man möglicherweise schon lange kennt. Auch mag die Aussicht auf eine schnelle Zeichnungszusage verlockend sein. Dennoch ist es für alle Beteiligten der bessere Weg, Interessenten mit abweichenden Strategievorstellungen nicht zu berücksichtigen. Ein offener Dialog ist hier unerlässlich. Das gemeinsame Gesamtinteresse ist von größerer Bedeutung als eine möglicherweise schnellere Platzierung.

## **Von der Longlist zur Shortlist**

Aus der Longlist wird folglich eine Shortlist. Um bei den konkreten Beispielen zu bleiben: Von jeweils etwa 120 potenziellen Investoren, die grundsätzlich in Frage gekommen wären, kamen etwa ein bis zwei Dutzend auf die jeweilige Shortlist.

## **Enormer Zeitdruck von außen**

In der Regel gibt es bei solchen Transaktionen eine fremdbestimmte Zeitschiene. Dies ist insofern von Nachteil, weil es für alle Beteiligten einen erhöhten Zeitdruck bedeutet. Von Vorteil ist allerdings, dass zu bestimmten Zeitpunkten Entscheidungen getroffen werden müssen. Der Prozess kann sich folglich nicht endlos in die Länge ziehen, wie man dies teilweise bei anderen Vehikeln, wie Spezialfonds, sieht, die sich ihre Zeitschiene für das Einsammeln von Eigenkapital oft selbst auferlegen können. Bei Spezialfonds dauert es von der ersten Interessensbekundung bis zur Zeichnung je nach Fall durchaus neun Monate oder länger. Bei Bieterkonsortien bemisst sich dieser Zeitraum eher in Wochen als in Monaten. Die Meilensteine von der ersten Interessensbekundung bis zum Investmentvertrag stehen mehr oder weniger fest und beschleunigen den Prozess. Auch hier

spielt die Zusammensetzung der Anleger übrigens eine Rolle: Kann das Vertragswerk in deutscher Sprache verfasst werden oder sind internationale Anleger an Bord? Mehrsprachige Vertragswerke abzustimmen, kostet Zeit, die – wie angedeutet – kostbar ist.

### **Dynamischer Prozess**

Es dürfte kein Geheimnis sein, dass sich viele Teilnehmer auf den Immobilienmärkten untereinander austauschen. Der Markt spricht miteinander – und er sieht Signale. Für Bieterkonsortien heißt das: Ein Investor, der abgesprungen und eigentlich bereits nur noch Beobachter ist, kommt möglicherweise wieder dazu, wenn er erfährt, dass ein befreundetes Unternehmen Interesse bekundet hat. Der Prozess ist also dynamisch, durchaus auch gemeint als Gruppendynamisch. Auch in der Ansprache zeigt sich eine gewisse Dynamik: Mitunter genügt ein Telefonat, um eine Interessensbekundung zu erhalten, je nach Fall sind aber auch mehrere persönliche und durchaus intensive Gespräche erforderlich. Hinzu kommen die oben dargestellten Gespräche der Marktteilnehmer untereinander, die die Entscheidungen beeinflussen.

### **Transparenz und zugleich Diskretion**

Vor diesem Hintergrund haben wir uns dazu entschlossen, die Marktansprache vergleichsweise transparent zu gestalten. Das bedeutet nicht, dass wir öffentlich verkündet haben, wen wir ansprechen – aber wir haben in den Markt kommuniziert, welche Anleger Interesse zeigen. Bei den entsprechenden Anlegern haben wir hierfür selbstverständlich zuvor die Genehmigung eingeholt. Diskretion ist ein Baustein von Vertrauen – und das

Vertrauen der Investoren ist das höchste Gut, das Patrizia besitzt. Und der Weg hat sich als richtig erwiesen: Die Anleger wussten im Vorfeld, wer möglicherweise neben ihnen Teil des Konsortiums wird. Sie konnten sich vorher überlegen, ob das Umfeld der übrigen Co-Investoren ihren Erwartungen entspricht. Ein weiterer Vorteil: Die Unternehmen konnten sich untereinander in Vertragsfragen austauschen. Dies hat es uns als Kopf des Konsortiums erleichtert, die Vertragsgestaltung effizienter zum Abschluss zu bringen. Die Anleger kamen mit ihren Änderungsvorschlägen nicht einzeln, sondern häufig bereits koordiniert. Wir mussten nicht jeden Punkt an alle Bieter spielen, denn sie waren teilweise bereits informiert.

### **Transparenz als Trend für die Zukunft**

Wir beobachten, dass das Thema Transparenz immer wichtiger wird. Gerade in schwierigen Märkten wollen Investoren wissen, wer noch an Bord ist. Auch bei klassischen Produkten wie Spezialfonds beobachten wir eine solche Entwicklung. Und auch bei insgesamt kleineren Investments ist dies der Fall. Offensichtlich gilt hier: Was im Großen funktioniert, funktioniert auch im Kleinen. Das Thema Transparenz scheint ein Trend zu sein, der Zukunft hat.

Apropos Zukunft: Neben den oben genannten Großtransaktionen im Wohnimmobilienbereich ist diese Art von „Bündelung von Investoren“ auch bei gewerblichen Immobilienpaketen sinnvoll. Denn auch hier sind diese Portfoliotransaktionen en vogue – und absolut sinnvoll. Nach unserer Einschätzung sind hier für langfristig orientierte Investoren sehr attraktive Deals in der Pipeline.



## Nachgefasst bei Jochen Reith

### **Seit dem 22. Juli ist das KAGB in Kraft. Wie sind Ihre bisherigen Erfahrungen mit dem neuen Gesetz?**

Natürlich sind die Anforderungen nun erhöht. Wir sehen AIFMD dennoch durchaus positiv, da wir hierdurch unsere europäischen Lizenzplattformen sowohl regulatorisch als auch prozessual synchronisieren konnten. Die Mehrwerte, die wir hierdurch heben, kommen unseren Investoren direkt zugute. Unseren Investoren können wir Produkte unterschiedlichster Jurisdiktionen mit entsprechendem lokalen Real Estate Management Services in hoher Qualität anbieten.

### **Deutsche Investoren haben einen starken Home Bias. Sehen Sie inzwischen Blasenbildungen im deutschen Immobilienmarkt?**

Wir sehen generell keine Blase am deutschen Immobilienmarkt. Die Preisanstiege der vergangenen Zeit haben dazu geführt, dass jedes Investment individuell betrachtet werden muss. Wir sehen aber weiter interessante Investmentmöglichkeiten.

### **Wo lassen sich derzeit noch attraktive Immobilieninvestments finden?**

In Deutschland schauen wir uns derzeit Portfoliotransaktionen und Sondernutzungsarten genau an. International sehen wir Chancen in den Nordics, Großbritannien und Irland, perspektivisch könnten auch Italien und Spanien interessant werden.

### **Sie haben im April für ein Investorenkonsortium das Immobilienportfolio der Bayerischen Landesbank erworben. Was macht solche Deals interessant? Wird es in Zukunft noch mehr davon geben?**

Solche Co-Investments zusammen mit institutionellen Investoren versetzen uns in die Lage, ein viel größeres Volumen zu bewegen, als es allein möglich wäre. Ob weiterhin Transaktionen in dieser Dimension zu erwarten sind, kann heute nicht abschließend beurteilt werden. Opportunitäten werden wir weiterhin nutzen. So konnten wir jüngst beispielsweise zwei Handelsportfolien mit einem Gesamtinvestitionsvolumen von knapp 500 Millionen Euro erwerben.

*Jochen Reith, Patrizia Immobilien*

**Herausgeber:**

portfolio Verlagsgesellschaft mbH  
Kleine Hochstraße 9–11  
60313 Frankfurt am Main

Diese Sonderpublikation ist eine Verlagsbeilage der  
portfolio Verlagsgesellschaft mbH  
mit freundlicher Unterstützung von  
Aberdeen Asset Management Deutschland AG  
Patrizia Immobilien AG

**Kontakt:**

Julia Dingerling  
Tel.: +49 (0)69 8570 8119  
j.dingerling@portfolio-verlag.com

**Druck:**

Druckhaus Main-Echo GmbH & Co. KG  
Weichertstraße 20, 63741 Aschaffenburg

**Fotos:**

Alex Habermehl

© Copyright: portfolio Verlagsgesellschaft mbH. Alle Rechte vorbehalten.  
Nachdruck in jeglicher Form, auch Fotokopien, nur nach vorheriger,  
schriftlicher Genehmigung des Verlages. Den Artikeln, Empfehlungen  
und Grafiken liegen Informationen zugrunde, die die Redaktion für verlässlich  
hält. Eine Garantie für die Richtigkeit können Redaktion und Verlag allerdings  
nicht übernehmen.

**Autoren:**

Kerstin Bendix, Fabian Klingler, Jochen Reith, Stephan Schanz

ISSN 1613-6772

**Rechtliche Hinweise:**

Alle veröffentlichten Angaben dienen ausschließlich Ihrer Information und  
stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Eine Gewähr  
für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Genauigkeit kann nicht übernommen  
werden. Wir empfehlen Ihnen vor Erwerb ein eingehendes Beratungsgespräch  
mit Ihrem Anlageberater. Alle Angaben und Einschätzungen sind indikativ  
und können sich jederzeit ändern. Bei dieser Information handelt es sich  
nicht um eine Finanzanalyse nach aufsichtsrechtlichen Bestimmungen,  
sondern um eine Werbemittlung, die nicht allen gesetzlichen Anforderungen  
zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen  
genügt und nicht einem Verbot des Handels vor Veröffentlichung von  
Finanzanalysen unterliegt.

Mit freundlicher Unterstützung von:

The logo for Aberdeen Asset Management, featuring the word "Aberdeen" in a blue sans-serif font with a stylized blue wave graphic above the letter 'A'.

Aberdeen Asset Management Deutschland AG  
Dr. Hartmut Leser, Vorstandsvorsitzender  
Bettinastr. 53-55  
60325 Frankfurt am Main  
Tel.: 069 768072100  
E-Mail: info.germana@aberdeen-asset.com

The logo for Patrizia Immobilien AG, featuring a red diamond-shaped icon above the word "PATRIZIA" in a red serif font, with the tagline "WERTE ENTSCHEIDEN" in a smaller red sans-serif font below it.

PATRIZIA Immobilien AG  
Fuggerstraße 26  
86150 Augsburg  
Web: patrizia.ag

*Investieren in Infrastruktur*

**WIE GEHT DIE ERFOLGSSTORY**

**WEITER?**

*Die nächste Ausgabe*

*von portfolio plattform*

*erscheint mit portfolio institutionell*

*am 22. November 2013.*

portfolioverlag ■